

資産運用の高度化と金融モニタリング

遠 藤 俊 英
齋 藤 通 雄

以下の講演録は、遠藤俊英氏と齋藤通雄氏の講演を話の流れに沿って再構成したものであり、「二」と「三」は齋藤講師の、その他は遠藤講師の講演内容を踏まえたものとなっている。

一、金融行政の展開

(総括)

本日は、「資産運用の高度化と金融モニタリング」という演題で、主として直接金融市場における課題に焦点を合わせて説明させていただきま

す。

最初に、お手元の資料を離れ、口頭で、近年の金融行政の展開について説明させていただきます。

一九九八年に、大蔵省から分かれて金融監督庁が設立され、二〇〇〇年に金融庁に改組されました。最初は、不良債権問題が喫緊の課題とされる時期でしたので、この問題への対応が最優先のミッションでした。二〇〇〇年代に入り、不良債権問題が一応終結した後、金融庁は何をミッションとして動けばよいのか、いろいろと模索してい

た時期がありました。その後、二〇〇七年頃から、それまでのルールに則った行政から、規制当局と金融機関の間で議論しながら、あるべき金融の姿、プリンシプルを作っていくような行政に変わってきました。

その延長線上で、金融庁では、この三年間、「金融モニタリング」という形で、従来の行政のあり方を大きく変える取り組みを進めてきています。

(ステイック・レギュレーションからダイナミック・スーパービジョンへ)

先日、金融庁の森長官が、国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)の総会で、「ステイック・レギュレーションからダイナミック・スーパービジョンへ」という新しいコンセプトを打ち出しました。前者は静的な規制、後者は動的な監

督という意味です。森長官が打ち出した新しいコンセプトは、この三年間、金融庁が、金融モニタリングという形で新しい規制・監督のあり方を模索してきたことを端的に表したものであると思います。

ステイック・レギュレーションとは、主として預金取扱金融機関を対象に、ある時点におけるバランスシート上の自己資本と資産を比較することによって、当該金融機関の健全性を見るところに基づいています。

二〇〇八年のリーマン・ショックの後、最終的なバッファーになる自己資本をできるだけ積む必要があるという発想に基づいて、国際的な規制が強化されました。特に、グローバルなシステム上重要な金融機関(G-SIFIs)に関しては、いろいろなティアーを積み重ねることによって、自己資本を厚くしていこうという新しいルールがで

きました。

危機になったときのためにバッファを厚くすることは、それはそれで正しい考え方であると思います。しかし、自己資本を過大に積ませた結果、貸し渋りが起こり、実体経済に悪影響を及ぼすようなことが起きていないでしょうか。このように、レギュレーションを厳しくするだけでは、金融機関が国民経済にプラスになるような役割を果たせないのではないかという問題意識が持たれるようになってきています。

それでは、どうすれば良いのでしょうか。金融機関がダイナミックスに活動できるようにするためには、規制当局は、ルールやレギュレーションに拠るのではなく、金融機関が抱えているリスクやビジネスのあり方を常に動的に見ていく必要があります。金融庁では、金融機関と対話することによって、金融機関の経営状況をリアルタイムで把

握しつつ、行政を進めることができないかと考えており、このことを指して、森長官は「ダイナミック・スーパービジョン」と呼ばれたのだろうと思います。

実際、金融庁では、この三年間、マクロ・プルーデンスやビジネスモデルのあり方などについて、金融機関との間で議論を行ってきました。こうした取り組みは、まさにダイナミック・スーパービジョンを実践しようとするものに他なりません。

（PDCAを回す）

金融庁では、PDCAを回す形で、金融モニタリングを実施しています。

具体的には、毎年、事務年度の初めに「金融行政方針」を策定します。「金融行政方針」に基づいて、一年間、金融行政を進め、その結果をレ

ポートにまとめます。仮に、事務年度当初の「金融行政方針」で目論んだとおりに進んでいない点があれば、その旨を「金融モニタリングレポート」で明らかにするわけです。その後、それを踏まえて、翌事務年度に繰り越すか、あるいは内容を改めて新たな形で取り組むかなど、翌事務年度の方針を整理する形で、PDCAを回していきたいと考えています。

過去二年間の「金融モニタリングレポート」を読んでいたきますと、わかりただけのものはないかと思いますが、このレポートは、政策に関するポジショナーではなく、むしろ、政策の基礎となるファクトをきちんと書くことを目指しています。そこには、例えば投資信託であれば、現在の販売・運用状況、過去と比べた変化、諸外国との比較など、できるだけいろいろなファクトを集めます。

そして、そこに織り込んだファクトとそれに関する評価を踏まえて、今後の政策の方向性について金融庁としての考え方を示し、それに基づいて、金融機関との対話を深めていきたいと考えています。これが、新しい金融行政の進め方ということになります。

（局間の横断的な連携）

金融庁は、旧大蔵省の証券局と銀行局を中心に、同省から分かれてできた役所ですので、他の霞が関の役所に比べますと非常に小さく、現在でも、職員数は約一五〇〇人にとどまっています。

全国の財務局の協力を得て、オールジャパンで金融行政を行っておりますが、それを考慮しても、やはり小さい役所であることは否定できません。

これではとても「局あつて省なし」のようなやり方はできません。したがって、平成二七

事務年度金融行政方針」は、金融庁の各局が協力して金融行政の目的を達成するという意識の下に策定しています。特に監督局と検査局は、モニタリング部局という立場で、互いに緊密にコミュニケーションを図りながら日々の仕事を行っています。監督局の仕事、検査局の仕事という分け方をしないで、局横断的な混成部隊を作っているいろいろなモニタリングを行っているのが実態です。

預金取扱金融機関と保険会社に対しては、これまで、監督局と検査局が合同でモニタリングを行ってきています。他方、証券会社等の金融商品取引業者に対し、どのようにモニタリングを行うかが、今の課題となっています。この点については、今事務年度、監督局、証券取引等監視委員会、他、検査局も交えて議論を進めてきました。来事務年度に引き継いで、さらに議論を発展させていきたいと考えています。

（預金取扱金融機関等に対するモニタリング）

先ほど申し上げたスタティック・レギュレーションは、金融機関の健全性を守るものは最終的には自己資本であるという考え方に基づいていました。しかし、金融機関が存続するためには、自己資本が厚いというだけでは十分ではありません。自己資本の他、収益、リスクテイクの三つがそろってはじめて、当該金融機関のビジネスが持続可能なものになると考えられます。このように、ビジネスモデルの持続可能性を見ていくというのが、今の預金取扱金融機関あるいは保険会社に対するモニタリングの考え方です。

（金融商品取引業者に対するモニタリング）

この一年間、証券会社等の金融商品取引業者に対してどういう形でモニタリングを行うか、いろいろと議論してきました。証券会社に関しては、

これまで、顧客財産の分別管理が行われておれば、会社の財務の健全性に関しては、預金取扱金融機関ほど注意を払わなくてもよいのではないかという考え方がありました。しかし、本当にそれでよいのかという問題があると思われる、この点について議論を行ってきたわけです。

新しい金融モニタリングにおいては、金融商品取引業者に関しても、ビジネスモデルのあり方についてきちんと議論したいと考えています。ビジネスモデルを支えるためのガバナンスはどうか、リスクテイクを行うためのリスク管理体制はどうかといった問題についても、正面から議論する必要があると思っています。証券取引等監視委員会が行う検査においても、単に金融商品取引法の行為規制違反を指摘するだけではなく、金融商品取引業者のビジネスがどのような形で動いているのか、各社の実情を見て議論するなど、新しい形の

モニタリングを実施していきたいと考えています。

平成二七事務年度から、金融商品取引業者に対し、少しずつ新しいモニタリングを実施してきましたが、まだ全面展開という形にはなっていません。

証券会社については、大手、中堅、地域などで、規模や特性に応じてさまざまな差異がありますので、完全に横串を刺すような形で整理することは困難です。地域証券会社について申しますと、地域において独特の存在感が発揮できるようなビジネスモデルが考えられるのではないかと考えています。そうしたビジネスモデルを確立し、安定した収益を上げられるような体制を作り上げていただきたいと思っており、今後、そのような点について、新しいモニタリングを実施していきたいと考えています。

（資産運用等に関するワーキング・グループ）

資産運用業の高度化に関連し、今、日本証券業協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会が事務局となつて、「資産運用等に関するワーキング・グループ」が行われています。資料7ページから8ページのとおりに、ワーキング・グループでは、真に顧客の利益に適う商品の組成の促進、運用力の強化に資する取り組み、投資信託のガバナンスの強化など、適切な課題設定がなされておりますので、この場での検討に大いに注目し期待しているところです。

特に、このワーキング・グループの中間報告において、投資信託のガバナンスの強化を図るため、アメリカの「ファンドボード」等の例を参考にしつつ、見直しについて検討してどうかとされていることは、極めて適切な問題意識ではないかと受け止めています。

なお、後で申し上げる「アジア地域ファンドパースポート」は、投資信託のガバナンス強化を具体的に進めていくための制度的な枠組みとして位置付けられるのではないかと考えています。

二、平成二七事務年度金融行政方針

（課題と目指す姿）

ここから、お手元の資料に沿って説明していきます。最初は、「平成二七事務年度金融行政方針」の内容に関するものです。

資料1ページでは、活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現に向けた課題と目指すべき姿を取り上げています。ここでは、家計、機関投資家／運用業者、販売会社（銀行、証券会社、保険会社等）、市場・経済のそれぞれについて、現在の課題と、課題を克服することによって目指す姿が

整理されています。

ここで取り上げている内容は、全体として、以前から言われている「貯蓄から投資へ」の取り組みにつながるものであり、リスクマネーの適切な供給を促すことを通じて、日本経済の成長に資することを狙っています。

（経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現）

資料2ページから3ページでは、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくための具体的な施策を整理しています。

一つ目は、NISAの更なる普及と制度の発展です。NISAは、もともと期限付きで導入されたものです。時限措置の更新に向けて販売会社が準備を進める時間を考えますと、今年の夏にどのような税制改正要望を出し、年末にどのような形

で決着を図るかが大きな鍵になってくるのではないかと考えています。

二つ目は、コーポレートガバナンスの関連です。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた企業統治改革について、「実質の充実」へ次元を高める必要があるとされています。

三つ目は、フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践です。資料2ページの一番下の※にありますように、フィデューシャリー・デューティーとは、「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」です。これについては、この後、改めて取り上げさせていただきます。

四つ目は、金融機関による資産運用の高度化の促進です。

五つ目は、成長資金の供給の促進と市場の整備

です。

（金融行政の目的と金融庁の改革）

資料4ページでは、金融行政の究極的な目的として、「企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大の実現を目指す」旨が掲げられています。言い換えますと、単に金融機関を監督する、金融機関の健全性を高める、金融機関に法令を遵守させるといったことは、金融行政の究極的な目的とは言えません。

金融庁は、金融界にお願いごとをするだけでなく、自らも時代の変化に合わせて変わっていかなければなりません。この点も踏まえ、資料5ページから6ページのとおり、金融庁自身の改革についても取り上げています。詳細な説明は割愛させていただきます。

三、家計の資産形成と投資信託

（家計部門の資産構成）

日本の家計資産構成を見ますと、現預金の比率が高く、株式や投資信託といったリスク性資産のウェイトが低くなっています。資料12ページの右側の図のとおり、アメリカの家計と比べますと、日本とアメリカの違いが際立っています。ヨーロッパの主要な国々と比べしても、明らかに、日本では、家計資産に占める現預金の比率が高く、リスク性資産のウェイトが低くなっています。

（投資信託と株式）

リスク性資産の代表として投資信託と株式を挙げるができます。

これらのうち、リスク性資産に手を出すことをちゅうちょしていただければ投資初心者にとつては、個別株より投資信託の方が入りやすいのではないかと思います。

もちろん、個別株であっても、自分がよく使う鉄道会社や運送会社の株、株主優待が期待できる百貨店の株などを買う形で、株式投資に踏み出すことは十分に考えられますが、どちらかと申しますと、そのような形で株式に投資される方は限られているのではないかと思います。また、日本においては、個別株の購入は、投資というより投機に近いもの、すなわちタイミングを見計らって安く買って高く売り抜けるものというイメージで捉えられていることが多いように思います。

金融庁として普及させたい投資のイメージは、現役の頃からコツコツと金融資産の取得を進め、長い時間をかけて資産を形成していくというもの

であり、このような目的に照らせば、個別株より投資信託の方がふさわしいのではないかと考えています。

（投資信託残高の国別比較）

資料14ページでは、主要国における投資信託の普及度を整理しています。左側のグラフのとおり、欧米主要国と比べまして、日本における投資信託の普及度は低いのが実情です。

右側のグラフは、日本とアメリカの間で、投資信託の年代別保有率を比較したものです。これによりますと、日本の場合、年齢が高くなるにつれ、投資信託の保有率が高くなっていきますが、アメリカの場合は、四五歳から五四歳で最も保有率が高くなっています。両国の間で、このように差がある背景の一つとして、アメリカでは、確定拠出年金制度が普及しており、その中で多額の投

資信託が保有されているという事情があると思います。

（投資信託の販売状況）

次に、日本における投資信託の販売状況について見ていきます。

資料16ページでは、投資信託の売れ筋の推移を整理しています。これによりますと、アメリカのリートのように、継続して売れ筋の上位に顔を出しているものがある一方、ブラジル・レアル建て、豪ドル建て、新興国もの、高配当ものなど、その時々のはやりのような形で売れ筋の上位に顔を出しているものも多いというのが実情です。

この結果として、銀行の投信販売データを整理した、資料21ページの真ん中のグラフのとおり、投資信託の平均保有期間はせいぜい二年程度にとどまっています。投資信託を買い、しばらく持つ

た後、すぐに売ってしまうということが繰り返されますので、右側のグラフのとおり、投資信託の販売額は年々伸びている一方、左側のグラフのとおり、残高ベースで見ますと、投資信託はほとんど伸びていないことになります。

こうした投資信託のある種回転売買的なものに関連し、平成二六年三月、金融庁の「監督指針」において、「営業員の業務評価について、販売手数料に偏重することなく、顧客基盤の拡大についても評価するような観点で作られているかどうかに留意する」旨を明記したところです。

その結果、資料23ページのとおり、販売会社の業績評価において、フローベースの収益・販売額より、ストックベースの預かり資産残高・顧客基盤拡大を重視する動きが広がっていることが確認されており、望ましい方向への動きが進んでいるのではないかと受け止めています。

（投資信託の販売に関する課題）

もつとも、投資信託の販売に関する問題が全て片づいてきているかと申しますと、必ずしもそうではありません。

資料18ページの投資信託売れ筋商品（分配頻度）のグラフにおいて、多少減ってきているとは言え、毎月分配型の投資信託の販売比率が引き続き高い状況にあります。分配金を毎月受け取るのが本当に顧客のニーズに合っているのかどうか、疑問が持たれるところです。

資料19ページに投資信託売れ筋商品（通貨選択型等）のグラフを載せています。この商品は、特に証券会社で引き続きかなり多く販売されています。証券会社の顧客の方が、預金取扱金融機関の顧客と比べて、リスクの高い商品を好む傾向はあると思いますが、そうは言いつても、証券会社でこうした商品がかなり多く販売されている状況

が果たして良いのかどうか、疑問の余地があるのではないかと思います。

保有銘柄数を見ますと、資料20ページのとおり、一銘柄しか投資信託を保有していない投資家が過半数を占めており、分散投資はなかなか進んでいないというのが実情です。これを見ますと、投資信託の顧客への販売のあり方が今のままで良いのかどうかという問題にもつながってきます。

四、証券会社のビジネスモデル

（証券会社のビジネスの現状）

資料29ページは、証券会社のビジネスモデルを考えていく前提として、今、証券会社のビジネスがどうなっているのかを分析したものです。

左のグラフは、国内証券会社の主な手数料収入と損益の推移を表しています。ここから、今でも

株式委託手数料が大きく、投資信託等関連手数料とほぼ見合っていることがわかります。

右の規模・特性別の収益内訳を見ますと、大手・準大手証券会社の場合、収益の内訳がかなり分散しています。それに対して、地域証券会社の場合は、特に規模の小さい会社ほど、株式委託手数料への依存が大きくなっています。ここから、証券会社のビジネスモデルを議論するに当たって最もむずかしいのは、地域証券会社のビジネスがどう変わるかということであると推測されます。

（地域証券会社の位置付け）

定量的というより定性的な話になってしまいかもしれませんが、地域証券会社の地域における位置付けをどう考えるかということについて議論していかねばならないと考えています。

銀行については、この十数年間、リレーショナルシップバンキングという観点から、地域における銀行の役割について議論してきました。それに対して、地域証券会社の地域における役割とはどのようなものでしょうか。典型的な地域の証券会社は、これまで、おそらく地域における資産家を顧客にして、それなりに繁栄してきたのでしょうか。

しかし、そうした大切な顧客の高齢化が進んでいます。このため、顧客の層が縮小してきているのが実情ではないでしょうか。地域証券会社にとっては、将来に向けて、どのように新規顧客を開拓するかが課題になります。

（新たなビジネスの例——株主コミュニティ制度）

金融庁では、地域における地域証券会社の役割について、いろいろとヒアリングを行ってきました。

平成二七年に株主コミュニティ制度が整備されました。証券会社を中心になって、地域の非上場企業の株式の取引の場を提供しようとするものです。しかし、地域の証券会社を中心になって、この制度を展開しようとする動きは極めて限定されており、せっかく作った制度が活用されていないという状況にあります。

証券会社にとって、労多くして益が少ないため、インセンティブが働きにくいということかもしれません。しかし、地域において証券会社がどのような役割を果たすべきかを考えた場合、地域の非上場企業の株式の取引の場を提供することは非常に意義の大きい仕事であり、加えて、こうした業務に取り組むことを通じて、新たな顧客のネットワークを作ることにも可能になるのではないかと考えています。

株主コミュニティ制度は一つの例として挙げた

ものですが、金融庁としては、このようなさまざまなビジネスに取り組むことを通じて、新しい証券会社のビジネスモデルを確立することができないかという問題意識を持っており、来事務年度のモニタリングにおいて積極的に議論させていただきたいと思っています。

五、フィデューシャリー・デュー ティー

(総括)

次に、フィデューシャリー・デューティーについて簡単に述べたいと思います。

今事務年度、フィデューシャリー・デューティーを巡って、貯蓄性保険商品の金融機関における販売のあり方について、手数料の開示を含め、幅広く意見交換を行ってきました。

来事務年度は、金融審議会において、フィデューシャリー・デューティーについてさらに議論を深めていただくこととしています。

（諸外国の状況）

資料30ページから31ページは、フィデューシャリー・デューティーを巡る諸外国の状況を整理したものです。

アメリカのエリサ法は、企業年金を包括的に規制する連邦法として一九七〇年代に導入されました。改めて調べてみますと、フィデューシャリー・デューティーは、委託者であるアセットオーナーと、受託者である投資アドバイザーだけの関係ではありません。受託者は、最終受益者である年金受給者に対してもフィデューシャリー・デューティーを負うとされています。

最近の動きとして、アメリカでは、労働省の

フィデューシャリー・デューティー・ルール案が出されています。ここでは、有償で投資アドバイザーを行う証券外務員は、フィデューシャリーであるとして、投資家のベスト・インタレストのために行動すべきとするフィデューシャリー・デューティーが課されるとされています。

また、イギリスにおいても、二〇一二年の「ケイ・レビュー」において、他人の投資に関する裁量権を持ち、投資の意思決定に助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者に、フィデューシャリー・スタンダードを適用すべきであるという提言が行われています。

（金融審議会での議論）

金融庁は、「平成二七事務年度金融行政方針」において、フィデューシャリー・デューティーを取り上げました。このとき、フィデューシャ

リー・デューティーとは一体何だ、信託業法等において既に忠実義務という形で法制化されているではないか、販売会社である証券会社や銀行は、狭い意味でのフィデューシャリー・デューティーの対象外になるのではないかと議論がありました。しかし、アメリカやイギリスでは、フィデューシャリー・デューティーを狭く解するのではなく、むしろ、投資商品の製造・販売にかかわる者は、投資家や顧客との関係でどのような義務を行うべきかに関し、より広く解釈しようという動きがあるように思います。金融審議会でも、こうした最近の動向をお示した上で、いろいろな御意見をいただきたいと思っています。

なお、これまで、金融審議会での議論は法改正につながるものが一般的でした。金融審議会での審議の結果を踏まえ、金融商品取引法など、関係する法律を改正するというのが、通常の流れに

なっていました。しかし、金融審議会の議論は、法改正のための議論でなければならないということはありません。先ほども申しましたが、ルールベースのアプローチではなく、プリンシプルベースのアプローチということになれば、本来あるべきプリンシプルとはどういうものかについて、金融審議会において議論してもらっても構わないわけです。

したがって、フィデューシャリー・デューティーについていろいろ議論していただいて、その結果、必ずしも法改正に結びつかなくても、例えば金融庁の「監督指針」の中に記述する、あるいは、日本証券業協会の自主規制規則の中に織り込んでいただくなど、何らかのプリンシプルを示すことも十分あり得るのではないかと考えています。

(民間の取り組み)

フィデューシャリー・デューティーを巡っているいろいろな議論を進めていく上で、このところ、良い動きが出てきています。資料32ページから33ページのとおり、幾つかの金融機関あるいは金融グループは、フィデューシャリー・デューティーに関する宣言を行っています。みずほフィナンシャルグループ、りそなホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、そして、幾つかのアセットマネジメント会社などによるものです。今後、このような宣言が具体的にどのような形でビジネスに生かされているのかを見せていただくことによって、規制当局と各金融機関の間で、具体的なプリンシプルを共有することになるのではないかと思っています。

六、アジア地域ファンド・パスポート

投資信託の新しい枠組みとして私が期待しているのは、アジア地域ファンド・パスポート（ARFP）です。

これは、資料36ページの右側の図にありますように、ARFPルールに従って投資信託を組成すれば、日本とアジア地域の他の国の間で、相互にこれを販売できるようにするという仕組みです。

資料37ページの下に、四重の円の図を載せています。一番小さいコアな部分が「ARFPファン」で、外から二番目の円が「ARFPルール」です。このARFPルールについて説明した吹き出しの中に、「独立した監視主体の設置」と書いています。先ほど、「資産運用等に関するワーキング・グループ」の中間報告の中で、アメリカの

「ファンドボード」等を参考にしつつ、投資信託のガバナンスの見直しを検討するとされていると申し上げました。ARFPルールにおける独立した監視主体は、こうしたファンドボードと同様の役割を担いうるものと考えており、そうした監視主体の設置がARFPルールとして義務化されていることは非常に重要なことと受け止めています。

今後、幾つかのアセットマネジメント会社では、ARFP仕様の投資信託の開発に取り組まれることになると思います。今後、ガバナンスの効いた投資信託が作られていく上で、そうした取り組みが一つのリーディングケースになり得るのではないかと考えています。

七、スチュワードシップ・コードと コーポレートガバナンス・コード

企業のガバナンスに関し、金融庁では、平成二六年二月に「スチュワードシップ・コード」を策定し、さらに、平成二七年三月には、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が、コーポレートガバナンス・コード原案を取りまとめました。これを受け、東京証券取引所は、平成二七年六月に、上場企業に対してコーポレートガバナンス・コードの適用を開始しました。

その後、平成二七年八月に、金融庁と東京証券取引所が事務局となつて、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を設置しました。本年二

月、この会議は、「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」に関する意見書を公表しました。その概要は、資料40ページに整理したとおりであり、今後の金融機関を含む上場企業のボードのあり方について非常に明確な方向性が打ち出されています。具体的には、客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任、独立した客観的な取締役会の構成、戦略性を重視した取締役会の運営、継続的な取締役会の実効性の評価などが盛り込まれています。

ここでは、これからの時代に求められる、我が国上場企業のガバナンスのあり方が示されています。我が国上場企業がガバナンスを確立することによって、企業価値が向上し、株価にも好影響を及ぼすと信じておりますし、さらには、日本の資産運用業を支えることにもつながるのではないかと思います。

八、まとめ

金融庁の「平成二七事務年度金融行政方針」は大きく四つの柱から成っています。

一つ目が、「活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保」で、直接金融部門に関連しています。

二つ目が、「金融仲介機能の十分な発揮と健全な金融システムの確保」で、間接金融部門に関連しています。

三つ目が、「IT技術の進展による金融業・市場の変革への戦略的な対応」で、ここには、FinTechのような前向きな対応と、サイバーセキュリティのような防御的な対応の両面が含まれています。

四つ目が、「国際的な課題への戦略的な対応」

です。

一つ目の直接金融部門に関しては、資本市場に参加しているプレーヤーは、家計、機関投資家／運用業者、販売会社、市場・経済に分かれますが、今は、それぞれのプレーヤーが課題を抱えていて、小さく縮こまっている状況にあります。この点に関し、金融庁としては、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現するにはどうすればよいのかという問題意識を持っているところです。

家計に関しては、中長期・分散投資の促進を通じて、より安定的な資産形成を実現する必要があります。そのため、良い投資信託を育ていただき、これを通じて、家計に中長期の分散投資を普及させていきたいと思います。機関投資家／運用業者に関しては、日本には、例えばGPIF、郵便貯金、簡易保険、保険会社など、規模の大きな

機関投資家があります。そうした機関投資家の資産運用能力を向上させることが非常に重要であると思います。販売会社に関しては、手数料を透明化することを通じ、顧客のために質の高い金融商品やサービスを提供することが期待されます。そのことによって、販売会社のビジネスは、より持続可能で、発展性の高いものになると考えています。市場・経済に関しては、家計、機関投資家／運用業者、販売会社がそれぞれ目指す姿が実現されれば、より活力ある市場を実現することが可能になると考えています。

「金融行政方針」あるいは「金融モニタリングレポート」に書いたことは、一年間で完遂できるものではありません。先ほど申し上げましたように、今年でできなかったことを深掘りし、それを翌年につないでいくという形で、良い意味でPDCAを回していかなければならないと考えていま

す。その際、最も重要となるのが、金融機関との建設的で、前向きな議論ではないかと思っています。匍匐前進という面もありますが、さまざまに悩みつつ、さまざまな課題を設定し、あるいはさまざまな仮説を立て、その上で、ファクトは何かを踏まえながらいろいろ議論させていただきたいと考えています。皆様方の見立てや評価を率直にぶつけていただき、双方向の議論をさせていただければと考えておりますので、よろしく願います。

ありがとうございます。(拍手)

増井理事長 遠藤局長、齋藤参事官、ありがとうございます。ございました。金融庁の今のお考えをストレートにお話いただき、また、大変強いメッセージも頂戴したのではないかと思います。

それでは、まだ若干時間がございますので、こ

の機会に御質問等がございましたら、どうぞ。

質問者 A お話を伺い感銘を受けました。ありがとうございます。

森長官のISDAでの報告を読ませていただきました。そのときは余りぴんとこなかったのですが、今、局長から直接お話を伺って、大変インプレッシブに思いました。我々にとっては非常にありがたい指針であると受け止めています。

最近、海外のレギュレーターと話をしていないのでよくわかりませんが、新聞などを読んでおりますと、海外では、サンクションを課した、ペナルティーをかけた、大手保険会社がリビング・ウィルの提出を拒否したなど、規制の強化に関連する動きが進んでいるように見えます。

我が国における金融庁のダイナミック・スパービジョンは、グローバルな潮流の変化を読み取って動いていらっしゃるのでしょうか、あるい

は、我が国の独自性に基づいて金融行政をやっているかとされているのでしょうか。グローバルな観点に照らして、金融庁の行政方針をどのように理解したらよいのか、教えていただければと思います。

遠藤 私自身が金融庁を代表して国際会議に出ているわけではありませんので、肌感覚として本当の意味がわかっていないわけではないのですが、私が解釈する限りでは、このところ、大きな国際的な規制に関して潮流の変化が起きているのではないかと思います。

二〇〇八年のリーマン・ショック後にロンドン・サミットが開かれ、そこでの合意を出発点として、金融機関が危機的な状態になったときのバッファを厚くするため、ともかく自己資本を積みませようという流れの下に、国際的な規制の議論が進んできました。こうした国際的な規制の議

論は、二〇一六年をもって終了させることになっています。たくさんぶら下がっているワーキンググループは、さらに次の規制を作り出そうとしています。大きな山はもう越えていると言えます。リーマン・ショック後の国際規制の大きな姿は、ほぼ全部出てきているわけです。

したがって、これからどうするかを考えなければなりません。今回、森長官が打ち出したダイナミック・スーパービジョンとちょうど軌を一にして、イギリスの健全性規制機構（PRA）長官のアンドリュー・ベイリーも同じようなことを言っています。金融機関は生きており、常にリスクに向かい合っています。紙に書かれたルールを静的に適用するだけでは、金融機関の本当の姿はわかりません。規制当局がどこまで金融機関の動きをトレースできるかは、当局の能力にかかっている部分がありますが、いずれにせよ、リアル

タイムで金融機関のリスクを把握するために努力を払っており、そのための体制作りを進めてきています。

ダイナミック・スーパービジョンは、今後の規制当局のあるべき姿であり、おそらく国際的な会議の場でもそれなりの力を得ていくのではないかと思います。

質問者B 遠藤局長、齋藤参事官から貴重なお話をいただきありがとうございます。特に最初の金融行政の大きな流れに関する部分は、大変わかりやすいお話でした。

一九九八年に金融監督庁ができ、二〇〇〇年に金融庁ができたときには、ルールに基づく透明かつ公正な行政を標榜していました。ベター・レギュレーションも、おそらくその延長線上にあると思っています。他方、ダイナミック・スーパービジョンは、実務に落とし込んだときに、透明性

が乏しくなり、ルールに基づかない裁量行政に陥るリスクがあるように思います。課長補佐、係長などの担当者のバランス感覚と力量にかかっており、このことは金融庁の改革とも関係があります。その辺りの問題意識を御教示いただければありがたいと思います。

遠藤 ただ今の問題意識は、私も完全に共有しています。

確かに、ダイナミック・スーパービジョンは、裁量行政に戻るおそれをはらんでいるのかもしれませんが。しかし、ルールベースの行政と言っても、事前に全てのことを予想してルール化することとは不可能です。そうしますと、本来あるべき姿、合理的な姿、適切な姿はどうなのかということに関しては、やはり判断をはさまなければならぬ部分が出てきます。この判断をどうするかというときに、規制当局が勝手に決めてしまうの

か、それとも金融機関とできるだけ議論しながら、互いに納得できるところを探っていくのかということになります。

ここ数年、金融庁では、金融機関との対話を重ねてきました。プリンシプルは、規制当局が勝手に作って示すものではなく、金融機関と規制当局の間の議論の中から生まれるものであると考えています。ダイナミック・スーパージョンを進める中で、裁量行政に陥るリスクはありますが、そうならないよう、互いに議論し、納得できるようなところに落ちつかせることが必要ではないかと思います。そして、そのためには、規制当局の担当者の能力、資質が問われることになりますので、この点について、当局としての対応が求められることになっていきます。

「平成二七事務年度金融行政方針」の「金融庁の改革」の中で、職員の資質の向上に努めていく

旨が書かれています。この点に関しては、アンケート等により、金融庁の職員は非常に仕事が多忙しく、ややモチベーションが下がってきているところがあることが明らかになりました。このことがおかしな方向に現れて、金融機関との議論において、フェアなプリンシプルを形成することを阻害するような、一方的な独断に陥ることがあつてはならないと思います。

いかにして職員の資質を上げ、きちんと公平に物を考えられるようにするか、また、いかにして各職員がやる気を持って良い仕事をするような組織に変えていけるかということは、今後、引き続き考えていかなければならない課題であると思っています。

質問者C 本日は、御多忙のところ大変ありがとうございます。

フィデューシャリー・デューティーに関し、資

料31ページにおいて、最近の米英における議論が整理されています。この内、アメリカの労働省のフィデューシャリー・デューティー・ルール案は、あくまでも退職口座を扱っている証券外務員に関することであると思います。ここから先、さらに話が広がっていくのかもしれませんが、いづれにせよ、段階を踏んで進めていくことになると思います。

また、イギリスのケイ・レビューは、インベストメント・チェーンを対象としており、リテール顧客向けの話というより、むしろ機関投資家なども含めた、より幅広い議論から出てきた話と受け止めています。

このような話は、今後、おそらく金融審議会の審議の中でより明確になっていくものと思います。本件については、私どもも身を引き締めて取り組んでいきたいと考えており、今後とも御指南

いただきますよう、よろしくお願いいたします。

遠藤 この資料に書かれているのは、ある限定的な部分における、一定の動きであるという評価はおそらくありうると思います。しかし、逆に申しますと、ある部分ではあっても、このような動きが出てきていることは否定できません。これまでに十分な時間がなく、このような動きが出てきている背景について、完全に切り切れている状況ではありませんが、今後、金融審議会で議論しながら、アメリカやイギリスでどのような議論が行われているのか、事務的にも探っていきたいと考えているところです。

増井理事長 そろそろ時間ですが、その他の御質問はいかがでしょうか。——いらつしやなければ、今日の講演会はこのあたりで終了させていただきますと思います。

今日は大変有意義な講演会になったように思い

ます。最後に、お忙しい中いらつしゃっていただいた遠藤監督局長、齋藤参事官に拍手をお願いいたします。(拍手)

(えんどう としひで・金融庁監督局長)
(さいとう みちお・金融庁監督局参事官)

(本稿は、平成二八年五月十日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

遠 藤 俊 英 氏

略 歴

昭和56年10月	国家公務員上級（法律）合格
57年 3 月	東京大学 法学部卒業（法学士）
57年 4 月	大蔵省入省（主計局 総務課）
58年 4 月	大蔵省 主計局 調査課
59年 6 月	英国ロンドン大学（LSE）留学（経済学修士）
61年 7 月	大蔵省 大臣官房 秘書課 財務官室 係長
63年 7 月	国税庁 広島国税局 米子税務署長
平成元年 7 月	国税庁 長官官房 総務課 国際業務室 課長補佐
2 年 7 月	大蔵省 銀行局 銀行課 課長補佐
4 年 7 月	大蔵省 主税局 国際租税課 課長補佐
5 年 7 月	大蔵省 主税局 調査課 課長補佐
6 年 7 月	大蔵省 主税局 税制第一課 課長補佐
8 年 7 月	大蔵省 主税局 総務課 課長補佐
9 年 7 月	大蔵省 大臣官房 調査企画課 課長補佐
10年 6 月	国際通貨基金（IMF）アジア太平洋局審議役
12年10月	国際通貨基金（IMF）財政局審議役
14年 7 月	金融庁 証券取引等監視委員会 特別調査課長
16年 7 月	金融庁 監督局 参事官
16年11月	兼 コングロマリット室担当参事官 兼 国際監督室長
17年 8 月	金融庁 監督局 銀行第1 課長
19年 7 月	金融庁 総務企画局 参事官兼信用制度参事官
20年 7 月	金融庁 検査局 総務課長
21年 7 月	金融庁 総務企画局 総務課長
22年 7 月	金融庁 監督局 参事官（銀2、保険、協金、対応室 等 担当）
23年 8 月	金融庁 監督局 審議官（銀1、保険、バーゼル基準、企画 等 担当）
24年 8 月	金融庁 監督局 審議官（銀1、証券、バーゼル基準、企画 等 担当）
25年 6 月	金融庁 総務企画局 審議官（企画、市場、官房 担当） 兼 財務省関東財務局金融商品取引所監理官
26年 7 月	金融庁 検査局長
27年 7 月	金融庁 監督局長

現在に至る

齋藤通雄氏

略 歴

1987年大蔵省（現財務省）入省。主に財務省理財局において、金融市場に関する豊富な経験を持つ。1998年から3年間、理財局国債課課長補佐。2005年より大臣官房総合政策課政策調整室長として、金融政策に関する日銀との調整役を務めた。主計局主計企画官及び調査課長として財政政策に従事した後、2010年から理財局国債業務課長及び国債企画課長を務める。2013年に金融庁に異動し総務企画局市場課長、同局参事官（総合政策担当）を経て、2015年7月より現職。東京大学法学部卒業

資産運用の高度化と金融モニタリング



平成28年5月10日

金融庁監督局長

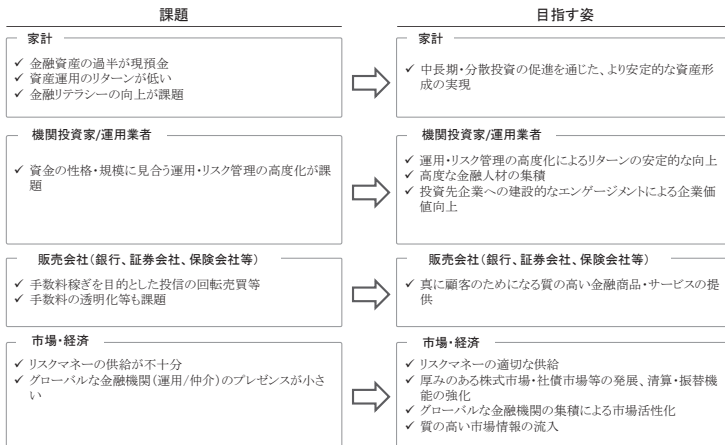
遠藤 俊英

監督参事官

齋藤 通雄

平成27事務年度 金融行政方針

活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現に向けた課題と目指すべき姿



経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現

金融行政方針(平成27年9月)(抄)

具体的重点施策

(1) 経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現

経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現のため、金融庁としては、以下の取組みを進めていく。

① NISAの更なる普及と制度の発展

家計における中長期の安定的資産形成を促すとの観点から、NISA及びジュニアNISAの更なる普及と制度の発展を目指す。このため、金融リテラシー向上のための金融経済教育等も推進することで、特に若年層への浸透を図っていく他、NISAの特設サイトの開設等広報を充実させる。また、NISAの利用状況や販売されている商品内容及び販売態勢等について総合的な制度的効果検証を実施する。

② 企業統治改革を「形式」から「実質の充実」へと向上

企業統治改革については、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードを策定したところであるが、これはゴールではなくスタートである。いまだに形式的な対応にとどまっているとの問題点も指摘されていることから、今後更に「形式」から「実質の充実」へと次元を高める必要がある。このため、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を設置し、企業経営者、内外投資家、研究者等の有識者による議論・提言や、ベストプラクティスを情報発信しながら、上場会社全体のコーポレートガバナンスの更なる充実を促していく。

③ フィデューシャリー・デューティー(※)の浸透・実効

投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。例えば、以下の取組みを促していく。

投資信託 : 貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。例えば、以下の取組みを促していく。

投資運用業者 : 系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に合う商品の組成・運用等

保険会社 : 顧客のニーズや利益に真に合う商品の提供等

販売会社 : 顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と整合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じて顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等

※他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称。

2

経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現

④ 金融機関による資産運用の高度化の促進

金融機関の資産運用の高度化は、市場の活性化や国民の安定的な資産形成を通じて、経済の持続的な成長に資するものである。特に、保険会社の資産運用能力の向上は、自身の競争力強化にとって重要であると同時に、顧客の利益や国民の安定的な資産形成、さらには、我が国資本市場の発展に寄与する。こうした点を踏まえ、ビジネスモデルにおける資産運用の位置付けや運用の高度化に向けた取組みについて、経営としての問題認識や取組みの状況を確認する。

また、信託銀行・投資運用業者等の資産運用及びその関連業務について、運用の専門人材の確保・育成を含め、高度化に向けた取組みを促していく。

預金取扱金融機関の証券運用についても、低金利環境下における運用方針についての経営の考え方を聴取するとともに、運用方針に見合う適切な態勢が確保されているかについて検証する。

⑤ 成長資金の供給の促進と市場の整備

(ア) 成長資金の供給の促進

企業の潜在的な成長力を引き出していくためには、企業が、その置かれたライフステージ(発展段階)に応じ、適切な助言を受けつつ、デットにとどまらずエクイティを含めた様々な資金調達手段にアクセス出来る環境を構築することが重要である。そのため、クラウドファンディング、株主コミュニティ制度、ベンチャーキャピタル、IPO等、成長資金の供給に向けた様々な手段の活用を促し、それらを通じた資金供給力の充実を図る。

(イ) 社債市場・デリバティブ市場等の活性化に向けた取組み

社債市場等の活性化に向け、内外の機関投資家が参加する東京プロボンド市場の活性化、社債の取引情報報告・発表制度の導入、外貨建債券の発行・流通の促進等について、市場関係者の取組みを促す。また、取引利便の向上や決済リスクの削減に向け、決済期間の短縮(国債T+1、株式等T+2)化について、市場関係者の取組みを促す。

決済リスクの削減に向け、店頭デリバティブ取引に係る清算集中の対象商品及び対象者は順次拡大されているところであるが、引き続き更なる拡大の必要性について市場関係者と議論を行うとともに、清算機関による取組みも促す。

総合取引所の実現に向けた取組みなど、金融商品取引所におけるデリバティブ商品や各種ファンドの多様化等を通じて、金融・資本市場の利便性向上や活性化を図る。

3

金融行政の目的

- 金融行政が何を指すかを明確にするとともに、その実現に向け、平成27事務年度においていかなる方針で金融行政を行っていくかを「金融行政方針」として公表。また、方針の進捗や実績を来年6月を目途に公表し、その評価を翌事務年度の方針に反映(PDCAの実施)。
- 金融庁は、
 - ✓ 世界経済・市場の将来についての不確実性の高まりや、FinTech等の金融変革の動き等、金融行政を取り巻く環境が変化する中においても、
 - ✓ 金融機関による質の高い金融仲介機能の発揮、及びそれを支える金融システムの健全性の維持と市場の公正性・透明性の確保により、企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生増大の実現を目指す。

4

金融庁の改革

1. 金融庁のガバナンス

- 金融を取り巻く環境変化に遅れをとらず、むしろ先取りする金融行政の態勢構築が必要。
- そのため、外部の専門的・客観的な組織診断も利用しつつ、金融行政に対し外部からの提案や批判等が常に入る「開かれた体制」の構築と、金融庁職員が積極的に国益へ貢献するための意識改革を推進。
 - 開かれた体制の構築
 - ✓ 外部の有識者の積極活用等により、金融行政についての有益な意見が継続的に反映される意思決定の仕組みを構築
 - ✓ 「金融行政モニター」を設置し、金融行政に対する批判や提言の窓口を中立的な第三者に依頼
 - 金融庁職員自身の意識改革
 - ✓ 「国益への貢献」を目指し困難な課題にも主体的に取り組む職員を、任用・昇格により評価する等の業績評価のあり方を検討
 - ✓ 視野が広く専門性の高い職員を育成すべく、中小企業や外国金融機関へ職員を派遣

5

金融庁の改革

2. 金融行政のあり方

- 各金融機関がより優れた業務運営（ベストプラクティス）を目指すことが、我が国金融の質の向上につながる。
- そのため、金融庁としては、以下のような対応を通じて金融機関との対話を推進し、自主改善を促す。
 - ① 金融機関が取るべき行動等について、これを仔細に規定するのではなく、その趣旨・精神を示すプリンシプルの形成・共有
 - ② 当該プリンシプルの理解を深めるための優良事例の公表
 - ③ 金融機関の業務の状況を適切に顧客等のステークホルダーに知ってもらうためのディスクロージャーの充実の促進
- なお、法令等のルール（最低限必要とされるミニマムスタンダード）の遵守に課題のある金融機関等には監督・検査で厳正に対処。その際、問題の根本原因を検証し、改善につなげる。

金融機関の個々の活動を細かく規制するのではなく、金融機関の創意工夫を引き出すことにより、全体として質の高い金融サービスの実現を図る。

6

「資産運用業に関するWG」(事務局:日証協、投信協、顧問協) における検討状況について①

資産運用に関する課題

- 高度金融人材育成施設の誘致、設立
- 運用人材の確保
- 真に顧客の利益に適う商品の組成の促進
 - ✓ 系列販売会社の販売チャンネルに依存しないビジネスモデルを推進し、真に顧客の利益に適う商品を絞り込んで組成・長期運用するビジネスモデルへ転換する必要があるのではないか。
- その他の運用力強化に資する取組み
 - ✓ 運用力強化を図るため、各社における運用責任体制の明確化、運用人材のローテーションの適正化、海外拠点の設置・外資との合併、外部委託（ファンド・オブ・ファンズを含む）する場合の支払手数料開示等の取組みが考えられるのではないか。

7

「資産運用業に関するWG」(事務局:日証協、投信協、顧問協)における検討状況について②

資産運用に関する課題

- ミドル・バックオフィスの整備
- 運用マネーの提供
- 海外企業・外国人に配慮した環境整備
- 兜町への資産運用業の集積
- 投資信託のガバナンスの強化
 - ✓ 投資信託のガバナンス強化を図るため、アメリカのファンドボード等の例を参考にしつつ、投資信託のガバナンスの見直しについて検討してはどうか。
- 基準価額
 - ✓ 投資信託に係る業務の効率化の観点から、諸外国の例を参考に、委託会社と受託会社による基準価額の計算のあり方、基準価額におけるマテリアリティ・ポリシーの導入等について検討してはどうか。
- 規制当局における対応

8

米国投資信託でのガバナンス議論の足元での状況

- Eric D. Roiter: “Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance” (5 Harvard Business Law Review (Fall 2015))

投資信託の独立監視は、法人や会社組織のそれと異なり、独自に定めるべき

- Over View of Fund Governance Practices, 1994–2014

米国投資信託協会 (Investment Company Institute: ICI) の独立取締役評議会 (Independent Directors Council: IDC) の調査報告書

米国内での投信や集団投資スキーム (CIS) のファンドの急増を背景に、これを独立監視する役目を負う独立社外取締役が実に7割以上 (ルール上は4割で可) を占める状況

- SECのホワイト委員長のスピーチ (Speech: The Fund Director in 2016: Keynote Address at the Mutual Fund Directors Forum 2016 Policy Conference [March 29, 2016])

昨年、米国のファンド市場における大手資産運用会社やヘッジファンドによるコモディティ・エネルギー関連投資及びハイイールド・ディストレスト資産向け投資を行う主要なファンドの相次ぐ運用停止や最近の行政処分事例の発生を受け、改めて、オープンエンド型投資信託のファンドの独立監視に当たる取締役の基本的な役割 (流動性リスク・外部委託先・サイバーセキュリティ等のチェック) の重要性を強調

9

「資産運用業に関するWG」(事務局:日証協、投信協、顧問協) における検討状況について③

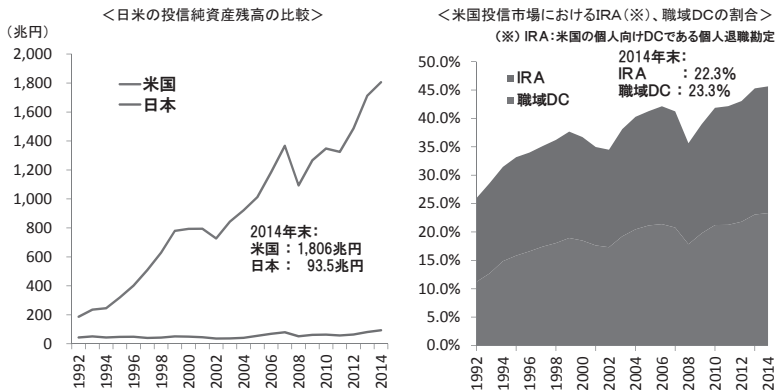
販売会社に関する課題

- 真に顧客の利益に適う商品の販売の推進
 - ✓ 販売会社も取扱商品を多様化するという意味で、投資信託のオープン・アーキテクチャーを推進することは意義があるのではないか。
- 分散効果の高い、長期・積立投資に相応しい投資信託の販売の推進
 - ✓ 家計の中長期的な資産形成に資する観点から、現役世代向けに、分散投資効果が高く、長期・積立投資に相応しい投資信託の組成・販売を推進するための方策 について検討してはどうか。
 - ✓ 例えば、販売現場でのコンサルティングの充実、分散効果の高い、長期・積立投資を後押しする業績評価や人事評価の見直しについて検討してはどうか。
- 顧客への情報提供の拡充
- NISA及びジュニアNISAの拡充並びにDCの利用促進
- 金融リテラシーの向上

10

確定拠出年金(DC)制度

日米の投資信託市場規模、DC経由の投資信託残高

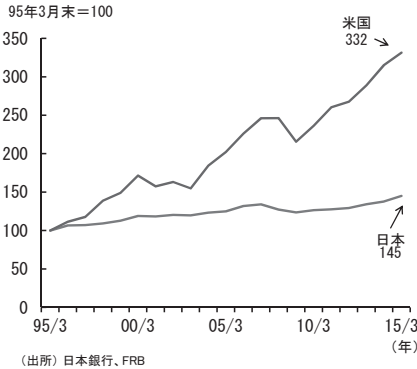


(データ出典) 投資信託協会、米国投資信託協会(ICI)。米国投信残高は1ドル113.9円にて換算。

11

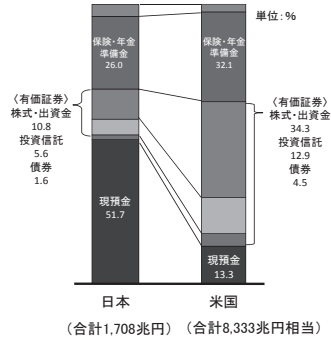
家計金融資産の推移とポートフォリオ(日米比較)

家計金融資産の推移



ポートフォリオ比較

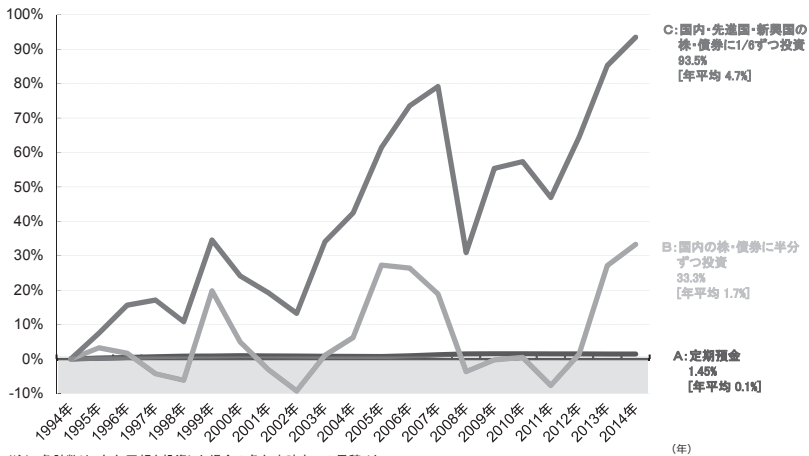
<2015年3月末時点>



(注) 1ドル=120.1円(27年3月末)で換算
(出所) 日本銀行、FRB

12

グローバルな分散投資



(注) 各計数は、毎年同額を投資した場合の各年末時点での累積リターン。
株式は、各国の代表的な株価指数を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。
債券は、各国の国債を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。
(出所) Bloomberg

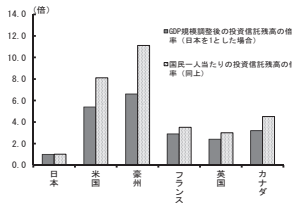
13

投資信託の規模と普及度

ポイント

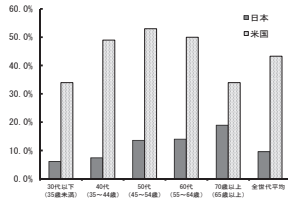
- 主要国の投資信託の残高をGDP規模調整後で比較すると、欧米主要国は日本の2～6倍に達しており、国民一人当たりの残高も、3～11倍。
- 投資信託保有率(全世代平均)は、日本は1割(個人ベース)、米国は4割(世帯ベース)。日本は高齢者の保有率が高く、米国は勤労世帯の保有率が高い。
- 投資家の裾野を拡大することにより、日本の投資信託市場は成長する余地が大きい。

■投資信託の残高倍率比較



(注) 2014年12月末時点。対象投資信託は、公募証券投資信託。
(資料) 国際投資信託協会、IMF-world Economic outlook Database April, 2015

■投資信託の年代別保有率日米比較



(注) 日本は個人保有率、米国は世帯保有率。年代の()内は米国
(資料) 投資信託協会、米国投資信託協会 (Investment Company Institute)

14

日本の売れ筋投資信託

ポイント

- 国内株式を投資対象とするものが減少し、海外リートを投資対象とするものが増加。
- 毎月分配型が増加。
- 依然、販売手数料は3%を超えるものが多い。

■日本の売れ筋投資信託(純増ベース)

主な投資対象	分配頻度	純増額 (億円)	販売手数料 上限(税込)
米国リート	毎月	752	3.78%
米国リート	毎月	697	3.24%
海外リート	毎月	421	3.24%
海外リート	毎月	283	2.70%
海外リート	毎月	240	3.24%
国内外の特定セクター株式	年2回	226	3.24%
米国リート	毎月	207	2.70%
国内リート	毎月	144	3.24%
国内資産複合(株式・債券)	毎月	135	1.62%
国内外の特定セクター株式	年1回	124	3.78%

(注1) 2016年3月間純増額
(注2) 対象投資信託は、3月の新規設定銘柄を除いた
公募株式投資信託(ETF等は除く)
(資料) GURU

15

銀行で取扱いのある投資信託の売れ筋推移

	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2013年4月	2014年4月	2015年4月	2015年10月
1	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	国内・成長株式 ＜年1回分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	海外・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月決算型＞
2	国内外・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	新興国・高配当株式 ＜毎月分配型＞	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	海外・高配当株式 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞
3	ブラジルレアル 建・債券 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT 〔ヘッジ有〕 ＜毎月分配型＞	新興国・債券 〔ヘッジ有〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	新興国・高配当株式 ＜毎月分配型＞	国内外・株式 ＜年2回分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞
4	豪ドル建・高格付 短期債券 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	ブラジルレアル 建・債券 ＜毎月分配型＞	国内外・高配当株式 (インフラ等) ＜毎月分配型＞	国内外・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	国内外・株式 ＜年2回分配型＞
5	米国・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT 〔ヘッジ有〕 ＜毎月分配型＞	豪ドル建・高格付 短期債券 ＜毎月分配型＞	国内外・債券 〔ヘッジ有〕 ＜毎月分配型＞	海外・高利回り債券 ＜毎月分配型＞	国内外・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月分配型＞	米国・REIT 〔ヘッジ無〕 ＜毎月決算型＞

(注) 各月の「売れ筋投資信託」をその属性(投資対象、分配頻度等)で表記(同一表記でも異なる商品の場合がある)

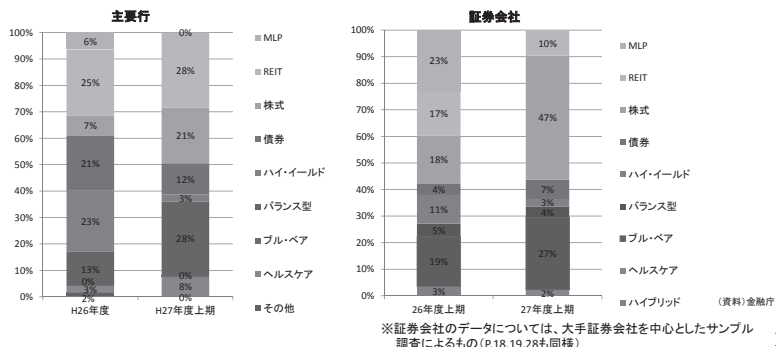
(出典) QUICK

16

投資信託売れ筋商品(ファンド分類別)

ポイント

- 主要行の投資信託の販売においては、バランス型投信の比率が高まっている。
- 証券会社の投資信託の販売においては、株式投信やブル・ベア型投信が増加しており、安定運用が期待されるバランス型投信の比率は引き続き低調。

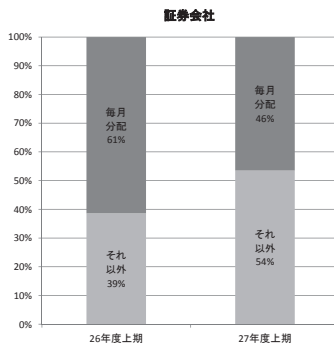
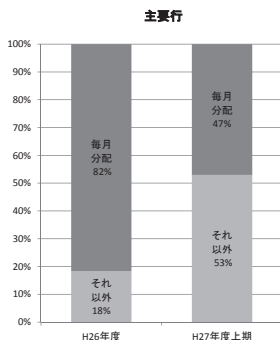


17

投資信託売れ筋商品(分配頻度)

ポイント

- 主要行では、毎月分配型の比率が減少する傾向。
- 証券会社においても、大手証券を中心に毎月分配型投信の比率は減少する傾向。



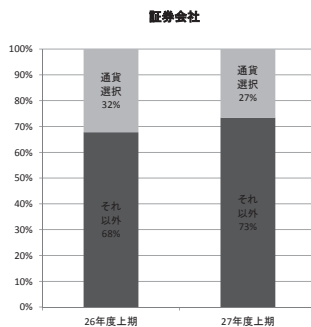
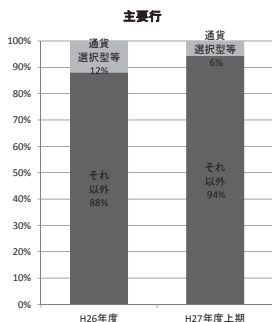
(資料)金融庁

18

投資信託売れ筋商品(通貨選択型等)

ポイント

- 主要行、証券会社ともに、通貨選択型の比率は減少する傾向。



(資料)金融庁

19

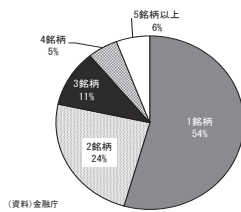
保有銘柄数からみた分散投資状況

ポイント

- 平成27年7月公表の「金融モニタリングレポート」において、検証を行った銀行において、保有銘柄が1銘柄のみという投資家が過半数。
- 2015年実施の日本証券業協会による個人へのアンケート調査においても、保有投資信託1銘柄の投資家数は約半分となっている。
- 売れ筋商品の上位にリスクの比較的高い商品が並ぶことを踏まえれば、分散投資を推奨する取組みが浸透しているとは言えない。

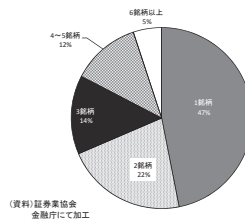
<アンケート調査結果>

■投資信託の保有銘柄数からみた分散投資状況



<2015年 証券投資に関する全国調査>

■投資信託の保有銘柄数(無回答を除く)

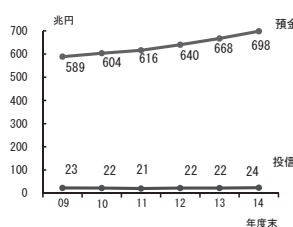


20

投資信託販売業務態勢

- 一 銀行の投信販売残高は伸び悩むが、顧客の投信の平均保有期間の短縮傾向には歯止め。銀行の投信販売額・収益は拡大。

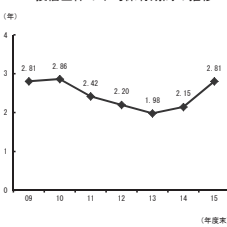
投信窓販と預金の残高比較



(注) 対象は主要行等及び地域銀行

(出典) 金融庁、全銀協

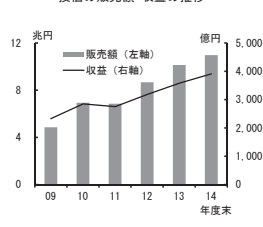
投信全体の平均保有期間の推移



(注) 対象は公募株式投資信託。各期の平均残高を解約額で除したもの

(出典) 投資信託協会

投信の販売額・収益の推移

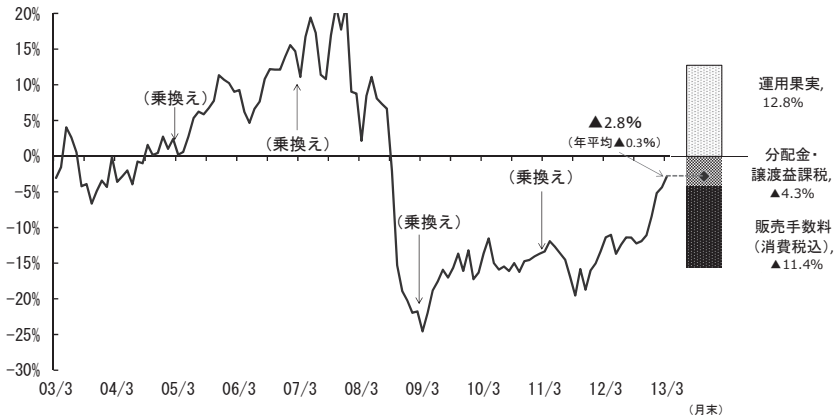


(注) 対象は主要行等及び地域銀行

(出典) 金融庁

21

売れ筋投資信託の2年毎の乗換え投資の試算(2003年～2013年)



(注1) ここでいう「売れ筋投資信託」とは、本年5月末時点で5行以上の銀行で取扱いのある株式投資信託（追加型）のうち、各時点の月間資金流入額（設定額から解約額を減じたもの）の最上位のもの（直近の保有商品と同じ場合は次点のもの）

(注2) 販売手数料は一律3.15%（消費税込）、期中の分配金や譲渡益に対する課税税率は10%として計算。

(出典) 金融庁

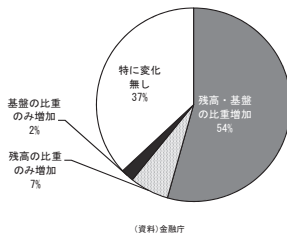
22

販売会社における目標設定・業績評価

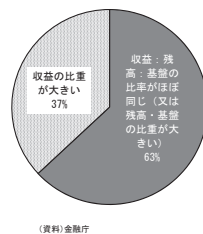
ポイント

- 業績評価の判断指標に関して、「収益・販売額」、「預り資産残高」、「顧客基盤拡大」のうち、どの指標の比重を増加させているかについては、6割以上の販売会社が、「預り資産残高」や「顧客基盤拡大」の比重を増加させている
- 昨事務年度実施した検証においては、「収益・販売額」に比重を置いている販売会社が7割に達していたが、本事務年度の検証では4割未満に減少しており、ストック重視の動きが着実に広まっていることがうかがわれる

■ 業績評価における比重の変化(前年比)



■ 業績評価における収益・残高・基盤の比重の状況



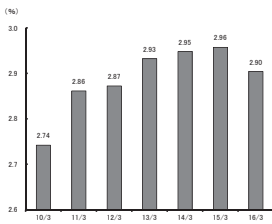
23

投資信託の販売手数料①

ポイント

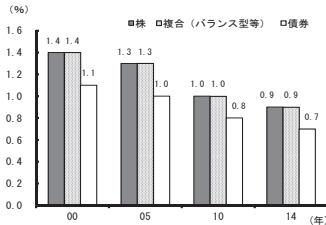
- 日本の販売手数料は、商品の複雑化等を背景として、年々上昇傾向にあったが、足許歯止め。
- 米国の販売手数料は、日本よりも水準が低く、年々低下傾向にある。
- 確定拠出年金勘定経由の購入増加、ビジネスモデルがコミッションベースからフィーベースに転換していることが米国における手数料低下の背景。

■日本の販売手数料率推移(残高加重平均)



(注) 対象投資信託は、公募株式投資信託(ETF等は除く)
(資料) QUICK

■米国の販売手数料率推移(残高加重平均)



(資料) 米国投資信託協会 (Investment Company Institute)

24

投資信託の販売手数料②

ポイント

- 販売手数料の設定根拠については、8割の販売会社が「商品説明の負荷」を挙げている。
また、「他社の商品との比較」や「自社内の同一カテゴリ商品との整合性」を挙げる販売会社も多く、販売コストを十分精査した上で設定するといった動きはみられない。
- 同じ投資信託において、対面販売よりも商品説明の負荷が軽いインターネット販売の販売手数料を低くしている販売会社は4割にとどまっている。こうした場合、「商品説明の負荷」を手数料率の設定根拠とすることは合理性に乏しいと考えられる。
- 投資信託に関する意識調査(投資信託協会の「投資信託に関するアンケート調査」(2014年7月実施))によると、投資信託保有層・保有経験層は、「投資信託の不満を感じる点」として、「元本保証がない」に次いで「手数料が高い」を挙げており、販売手数料の高さが、顧客の裾野拡大を阻む要因の一つとなっている。販売手数料の水準が、真に販売時におけるサービスに見合ったものとなっているか、改めて確認することが求められる。

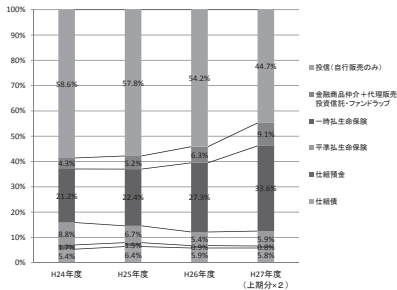
25

主要行のリスク性商品の手数料益

ポイント

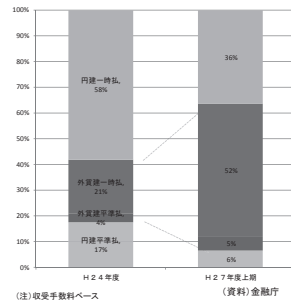
- 金融商品販売手数料の比率は、投資信託から(外貨建て)一時払保険へのシフトが認められる。
- 仕組債・仕組預金の手数料の比率は相対的に小さい。

販売手数料等の比率推移



(注) 平準私生命保険の一部データは販売額により推定。

(資料) 金融庁

貯蓄性保険収益額中
円貨・外貨比率

(注) 収受手数料ベース

(資料) 金融庁

26

投資信託と貯蓄性保険の主な費用と開示状況の比較 (イメージ)

○ 投資信託の主な費用

開示

いつ?	費目	受益者・費目内容	投資者・契約者にとっては?
投信販売時	販売手数料	販売会社が受領	投資者が投資資金から負担する費用
投信保有時	信託報酬	うち運用会社が受領(運用報酬)	投資者が信託財産から負担する費用
		うち販売会社が受領(代行手数料)	
		うち資産管理会社が受領(カस्टディ手数料)	

○ 貯蓄性保険(例えば一時払変額保険の場合)の主な費用

一部非開示

(注) 特別勘定の「保険契約関係費(資産運用関係費)」の料率は開示されている。但し、「保険契約関係費」の内訳は非開示。

いつ?	費目	受益者・費目内容	投資者・契約者にとっては?
保険契約締結時	契約時費用	保険会社が受領	契約者が保険料から負担する費用
保険契約維持時	保険契約関係費 (特別勘定)	うち保険会社が受領(契約維持費用)	契約者が運用資産から負担する費用
		うち保険会社が受領(契約維持費用)	
		うち保険会社が受領(保険給付費用)	
	資産運用関係費 (特別勘定)	保険会社が受領(信託報酬など)	

・保険会社は、保険契約締結時に、販売会社に対し販売手数料(非開示)を一括で支払うケースが多い。
 ・保険会社は、その支払いコストを、契約者より受領する契約時費用又は保険契約関係費(契約締結費用)にて回収(短期間で解約された場合は、解約返戻金から未回収支払いコストを控除)する。

※ 販売会社が(一部)受益している手数料収益

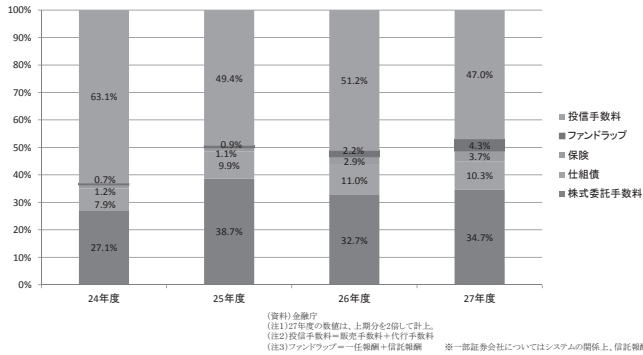
27

証券会社のリスク性商品の手数料益

ポイント

- 証券会社においては、主要行と同様、保険商品・ファンドラップの販売が増加傾向にあるものの、依然として、株式・投信販売がリスク性商品収益の大宗を占める状況にある。

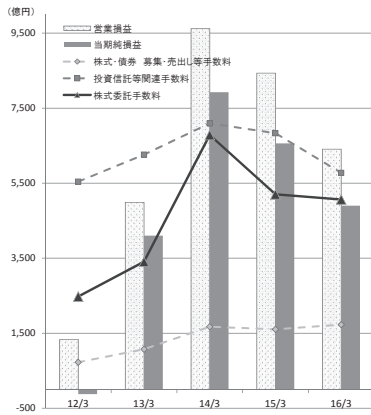
販売手数料等の比率推移



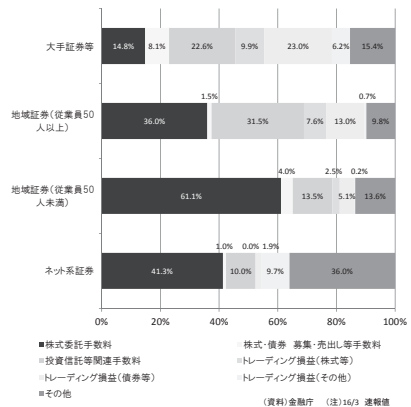
28

証券会社のビジネスモデル

○国内証券会社の主な手数料収入と損益の推移



○規模・特記の収益内訳



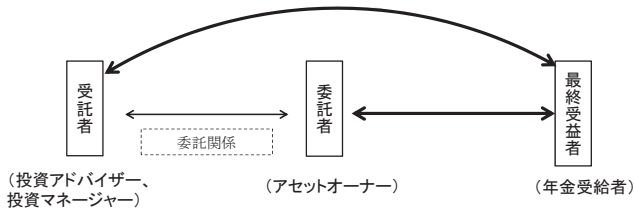
※なお、これらのグラフは金庫庁のモニタリングデータに基づいて作成したものであり、今後更新がある。

29

米国エリサ法におけるフィデューシャリー・デューティー概念

米国エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act)

- エリサ法は、企業年金の加入者が有する受給権の保護を目的として、1974年に制定された企業年金を包括的に規制する米国連邦法。
- エリサ法において、fiduciaryは、投資アドバイザー、投資マネージャーのみならず、年金受給者から資産を預かるアセットオーナー（年金基金等）等を含む概念として定義されている。
- 投資アドバイザーや投資マネージャーは、アセットオーナーに対してのみならず、最終受益者（年金受給者）に対しても直接義務を負う（忠実義務等）。



30

フィデューシャリー・デューティーに関する最近の米英における議論

【米国における動き】

- 労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール案（2016年4月公表）

退職口座を扱う証券外務員について、

- ・ 有償で投資アドバイスをを行う場合にはfiduciaryであるとされ、
- ・ 投資家のベスト・インタレストのために行動すべきとするフィデューシャリー・デューティーが課される、

との方針が示されている。

【英国における動き】

- ケイ・レビュー（2012年7月公表）

- ・ 英国政府の要請を受けジョン・ケイ教授が取りまとめた、英国株式市場の構造的問題等に関する調査・分析レポート。
- ・ 政策提言の一つとして、他人の投資に関する裁量権を持ち、投資の意思決定に助言を行うインベストメントチェーンの全関係者にfiduciary standardsを適用すべきである旨指摘。

（備考）なお、英国では、2012年12月に導入されたRDR（Retail Distribution Review）において、独立投資アドバイザーを含む販売会社全般について、商品提供者（運用会社等）からのコミッションの受領を全面的に禁止し、受領できる手数料は投資家から直接支払われるアドバイザーのみに限定。

31

各社のフィデューシャリー・デューティーに関する取り組み①

みずほフィナンシャルグループ『〈みずほ〉のフィデューシャリー・デューティーに関する取組方針』

(平成28年2月12日)

【グループ管理方針】

1. ガバナンス
2. 業績評価
3. 報酬等の合理性
4. 利益相反管理

【機能ごとの対応方針(販売)】

1. お客様ニーズに適した商品ラインアップの構築
2. お客様へのコンサルティングを通じた投資商品の提供
3. お客様それぞれのゴールの実現に向けたアフターフォローの実施
4. お客様が安心して安定的な資産形成を実現するための基盤の構築

【機能ごとの対応方針(運用・商品開発)】

1. 運用の高度化
2. 商品品質の向上とお客様ニーズを捉えた商品開発に向けた不断の取り組み
3. お客様の立場に立った情報提供やサービスの充実
4. ガバナンス強化

【機能ごとの対応方針(資産管理)】

1. 資産管理サービス提供体制の強化
2. サービス品質の向上と新規サービスの開発に向けた取り組み
3. お客様の投資活動を支える情報提供の高度化

りそなホールディングス『フィデューシャリー・デューティー・アクション』(平成28年3月23日)

1. お客様の安定的な資産形成を応援します
2. お客様のニーズに応え、質の高い金融商品・サービスを提供します
3. コンサルティングや資産運用に高い専門性を有する人材組織を目指します

三井住友フィナンシャルグループ『フィデューシャリー・デューティー宣言』(平成28年3月29日)

1. お客様のニーズを踏まえた商品を開発し、取り揃えるよう努めます
2. ご提供する情報の充実・分かりやすさの向上に努めます
3. お客様本位の販売体制の整備に努めます
4. お客様への最高水準のサービス提供を目指し、態勢整備を含め、不断の努力を続けてまいります

32

各社のフィデューシャリー・デューティーに関する取り組み②

HCアセットマネジメント『フィデューシャリー宣言』(平成27年8月21日)

1. 利益相反の禁止
2. 報酬の合理性
3. 遵守態勢

セゾン投信『フィデューシャリー宣言』(平成27年8月26日)

1. 長期資産形成
2. 利益相反行為の回避
3. 報酬等の合理性
4. 遵守態勢

三井住友アセットマネジメント『フィデューシャリー・デューティー宣言』(平成27年8月27日)

1. 運用
2. 商品開発
3. お客様サービス
4. 経営インフラ

東京海上アセットマネジメント『TMAMフィデューシャリー・デューティー宣言』(平成27年10月15日)

1. 受託者責任の忠実な履行
2. 報酬水準に関する取り組み
3. 商品提供に関する取り組み
4. 運用に関する取り組み
5. お客様のニーズに基づいた経営を担保するための取り組み

33

アジア地域ファンドパスポート①

(1) 概要と目的

アジア地域ファンド・パスポート (ARFP: Asia Region Funds Passport) の概要

ARFPは、APEC加盟国のうち参加を表明した国が、投資家保護上の要件を満たしたファンド(投資信託・投資法人)について、相互に販売を容易にするため、規制の共通化を図るための枠組み。

(参考) APEC: アジア太平洋地域の21の国と地域が参加する経済協力の枠組み。

ARFPの目的

1. ARFP参加国の投資家に対し投資機会の拡大を提供し、ポートフォリオをより適切に管理し、投資目的の達成を可能とする。
2. アジア地域の資本市場の深化を促し、アジア地域経済発展への資金提供の魅力を高める。
3. アジア地域の貯蓄が域内で再利用されることを可能とし、本地域の投資に利用可能な資金プールの拡大を図る。
4. アジア地域の金融市場及び資金運用業界の能力、専門性及び国際的な競争力を高め、健全な経済発展の支援を目指す。
5. 投資家の保護及び金融サービスについての公平で効率的かつ透明性ある市場の促進を図る法及び規制の枠組みを維持し、金融の安定性を支持し、集団投資スキームの管理及び普及についての高い標準を提供する。

34

アジア地域ファンドパスポート②

(2) 経緯

- 2010年 APEC財務大臣代理会合で豪がARFP構想を提案。ワークショップ立上げ。
計13カ国: 日本、豪州、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、NZ、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ、米国及びベトナム
- 2012年 うち、豪州、韓国、NZ及びシンガポールがARFPルールなどの検討を開始。
- 2013年 APEC財務大臣会合にて上記4カ国が参加意図表明文書に署名。
⇒ この時点では、ルールが不明確であったため我が国は、投資家保護等の観点から参加を見送り。ただし、以降も我が国は、参加を検討している国としてルール協議に参加。
- 2014年 フィリピン及びタイも参加意図を表明。
⇒ ARFPルールの策定が進み、投資家保護への対応も明らかとなり、日本の規制体系ともおおむね整合的な内容となる見通しとなった。
- 2015年9月11日 APEC財務大臣会合にて我が国が参加表明文書に署名。
⇒ 日本、豪州、韓国、NZ、フィリピン及びタイの6カ国が署名。
⇒ シンガポール及びマレーシアもルール協議に引き続き参加。
⇒ ARFPルール覚書の締結後18ヶ月以内に国内制度整備(現状ルール案上、努力目標)。
- 2016年4月28日 ARFPルール協力覚書文書に署名(日本、豪州、韓国、NZ)。
タイも5月中の署名を検討。
- 2016年6月30日(予定) ARFPルール覚書発効(2017年末までに国内制度整備)

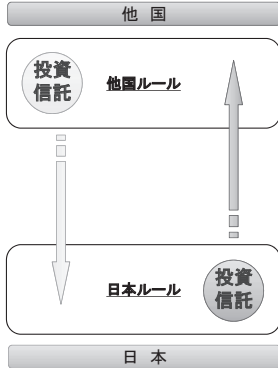
35

アジア地域ファンドパスポート③

アジア地域ファンドパスポートは、APEC加盟国のうち参加を表明した国が、投資者保護上の要件を満たしたファンド（投資信託・投資法人）について、相互に販売を容易にするため、規制の共通化をはかるための枠組み。

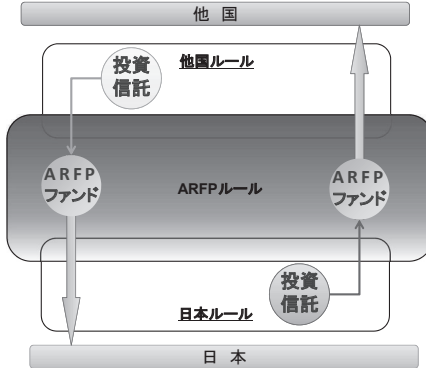
現在の外国投信の枠組み

※それぞれの国のルールに従う必要



アジア地域ファンドパスポート(ARFP)の枠組み

※ARFPルールに従ったファンドを組成する必要



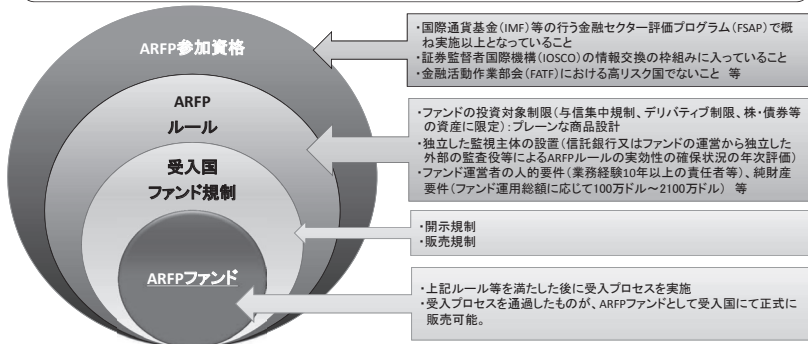
36

アジア地域ファンドパスポート④

(2) ARFPファンドの投資家保護

ARFPファンドは、下記全てのルールを守る必要があり、高い水準の投資家保護措置が図られる見込み。

- ARFP参加資格: ARFP構想参加国となるための国としての必須要件
- ARFPルール: ARFPファンドについてのルール
- 受入国のファンド規制: ARFPファンドを含め一般的にファンドに適用される規制



37

日本版スチュワードシップ・コードの概要

(平成26年2月26日策定・公表)

経緯

- 「日本再興戦略」(平成25年6月)を受け、金融庁の「**有識者検討会**」が検討を進め、国内外からのパブリックコメントも踏まえ、平成26年2月、「**『責任ある機関投資家』の指針原則<日本版スチュワードシップ・コード>**」を策定・公表。

枠組み

- 機関投資家が、各自の置かれた状況に応じて、対応できるような枠組みを設定(この点は英国コードと同じ)。
- 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。
ただし、金融庁でコードの受入れを表明した「**機関投資家のリスト**」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
・ 本年3月24日時点で、コードの受入れを表明した機関投資家数は計206。
 - 機関投資家が取るべき行動について、詳細に規定するのではなく、**プリンシプルベース・アプローチ**(原則主義)を採用。自らの活動が、**形式的な文書・記載ではなく、その意旨・精神に照らして真に適切か否かを判断**するとの意義。
 - 法令のように一律に義務を課するのではなく、機関投資家に対して、個別の原則ごとに、「**原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか**」を求める手法(**コンプライ・オブ・エクスプレイン**)を採用。

概要

機関投資家は、

1. 「**基本方針**」を策定し、これを公表すべき。
2. 「**利益相反**」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業の状況を的確に**把握**すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と**認識を共有し、問題の改善**に努めるべき。
5. 「**議決権行使**」の**方針と行使結果を公表**すべき(**議案の主な種類ごとに整理・集計して公表**)。
6. 顧客・受益者に対して**定期的に報告**を行うべき。
7. **投資先企業に関する深い理解**に基づき、適切な対話と判断を行うべき。

38

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議について

<フォローアップ会議の概要>

両コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、東証とともに「**フォローアップ会議**」を設置。

<メンバー>

座 長 メンバー	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	岩間 陽一郎	一般社団法人日本投資顧問業協会会長
	上田 亮子	㈱日本投資環境研究所主任研究員
	内田 章	東レ㈱常務取締役
	江良 明嗣	ブラッドロック・ジャパン㈱運用部門インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者
オブザーバー	小口 俊朗	グアイズ・プレゼンツ
	川北 英隆	ガバナンス・フォー・オナーズ・ジャパン㈱代表取締役
	川村 隆	京都大学名誉教授
	神作 裕之	㈱日立製作所相談役
	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	スコット キャロル	学習院大学大学院法学研究科教授
	高山 与志子	いちごアセットマネジメント㈱代表取締役社長
	武井 一浩	ジェイ・ユース・アドバイザー・㈱代表取締役
	田中 正明	弁護士(西村あさひ法律事務所)
	佃 秀昭	㈱三菱東京UFJ銀行上級顧問
	富山 和彦	エゴンゼンダー㈱代表取締役社長
	西山 賢吾	㈱経営共創基盤代表取締役CEO
	竹林 俊憲	野村證券㈱エグゼクティブ・リサーチ部シニアストラテジスト
	川村 尚永	法務省民事局参事官
		経済産業省経済産業政策局産業組織課長

事務局

金融庁、㈱東京証券取引所

(敬称略・五十音順)

39

資産運用の高度化と金融モニタリング

会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方 「ステewardシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（平成28年2月18日公表）

